

野村證券
フィデューシャリー・マネジメント部
木須 貴司

マイナス金利政策により生じる年金運用の課題とソリューション

マイナス金利政策はすでに金利や為替、株価など様々な資産価格へ影響を与えました。本稿は、このマイナス金利政策が将来の年金運用にどのような問題をもたらし、その問題に対してどのようなソリューションが考えられるのかを論じます。

マイナス金利政策とは

日本銀行は、2016年1月29日に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」(以下、マイナス金利政策)の導入を決定しました。この政策により国内金利は大きく低下し、足元では60%程度の国内債券の利回りがマイナスとなりました(図表1参照)。国内債券の代表的なベンチマークである野村BPI総合指数の複利利回りも2016年4月末時点でマイナスとなっています。

マイナス金利政策は、今後の年金資産運用・制度にどのような問題が生じ、その問題に対して

どう対応すれば良いのでしょうか。本稿ではこれらの点について概説します。

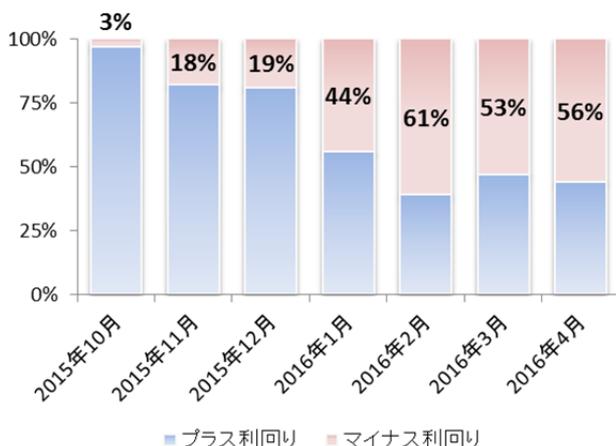
マイナス金利政策の影響

マイナス金利政策が今後の年金運用に与える影響で最も重大なものは、基本的には債券を中心とした資産の期待リターンの低下と考えられます。

国内債券については、前述の通りベンチマークの利回りはマイナスとなっています。もちろん、利回りがマイナスでも短期的にはさらに金利が低下するとプラスのリターンを得られる場合もあります。しかし、一般的に債券から期待できる収益は、想定投資期間が長期化すればするほど、投資開始時の最終利回りに近づきます。そのため、マイナス金利となった国内債券(ベンチマーク:野村BPI総合)の中長期的な期待リターンは、足元では、0%近辺あるいはマイナスと見られます。

また、ヘッジ外債についてもマイナス金利政策の影響により将来のリターンは低下すると考えられます。マイナス金利政策により一部の通貨間での為替ヘッジコストが上昇するためです。

図表1 マイナス金利の割合



(出所) 野村證券

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

一般的に為替ヘッジにはフォワード(先渡し)取引が利用され、為替ヘッジコストとはフォワードレート÷スポットレート-1を指します。フォワードレートとスポットレートには、カバー付き金利パリティと呼ばれる以下の関係が成り立つと考えられています。

＜カバー付き金利パリティ＞

$$\frac{\text{フォワードレート}}{\text{スポットレート}} = \frac{1 + \text{自国通貨金利}}{1 + \text{外国通貨金利}}$$

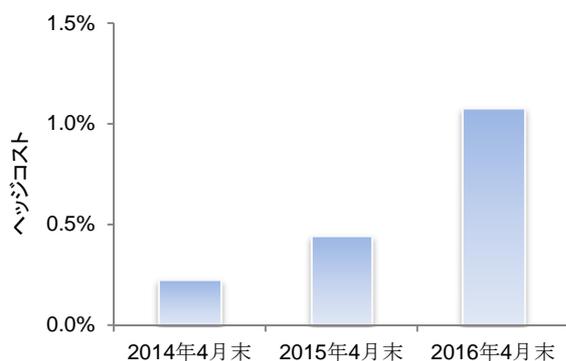
カバー付き金利パリティから、為替ヘッジコストについて次式が成り立ちます。

$$\begin{aligned} \text{為替ヘッジコスト} &= \frac{\text{フォワードレート}}{\text{スポットレート}} - 1 \\ &= \text{自国通貨金利} - \text{外国通貨金利} \end{aligned}$$

マイナス金利政策により国内金利が低下し、外国通貨金利との差が拡大すると、上式によれば為替ヘッジコストは上昇します。実際、図表2の通り、ドル円のヘッジコストは1年前、2年前と比べて日米の金融政策の方向性の違い(日本はマイナス金利・米国は利上げ)を反映して、上昇しています。このようにドル円を中心とした為替ヘッジコストが上昇するため、ヘッジ外債全体の期待リターンにも低下圧力がかけられると考えられます。

なお、退職給付債務(PBO)の増加も懸念点と

図表2 ドル円のヘッジコストの推移



(注) 3ヶ月フォワードレートを利用

(出所) Bloomberg より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター

しては考えられます。しかし、これは企業会計上の問題であり、年金財政には必ずしも影響しません。課題と考えるべきかどうかは、年金によって異なると考えられます。

したがって、まず考えるべき問題は、内外債券(特にパッシブを中心とした場合)の期待リターンの低下と考えられます。

マイナス金利対応として考えられる方法

内外債券の期待リターン低下に対する対応策としては次のような手段が考えられます。

＜資産運用面での対応＞

1. リスク性資産の増加
2. 資産運用の高度化(運用対象・運用戦略の多様化)

＜年金制度面での対応＞

3. 予定利率・給付利率の見直し
4. 制度変更

債券の期待リターンが下がった分、株式などのリスク性資産を増やすという対応(1番)は、年金基金が置かれている環境を考えると現実的ではないかもしれません。したがって、もし資産運用面に対応するとすれば、実質的には資産運用の高度化(2番)、すなわち運用対象と運用戦略の多様化により対応せざるを得ないと筆者は考えます。

運用対象・運用戦略の多様化とは、具体的には債券では、様々な債券種別(社債や地方債、証券化商品や劣後債・優先出資証券などのハイブリット証券など)、そしてそれらのマルチアセット運用であるアンコンストレインド債券、これまでの時価加重指数ではない債券スマートベータやタームプレミアム戦略などが検討対象として考えられます。オルタナティブでは、オルタナティブリスクプレミアムを活用したマルチストラテジー戦略やプライベートデット戦略、インフラファンド、不動産などが注目されています。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

マイナス金利に対応することで発生する問題がある

しかし、このようなマイナス金利に対応するための運用対象・戦略の多様化は、それ自体も問題をはらんでいます。

その問題とは、二つ考えられます。一つは年金資産の管理が難しくなるというものです。投資資産や戦略が増加するとポートフォリオのリスク要因が複雑化し、その把握・管理は難しくなります。また、プライベートエクイティなどの低流動性資産の導入はこれまでとは違うキャッシュマネジメントを年金の資産運用担当者に強いるかもしれません。

もう一つは、年金資産の運用内容の難化・不透明化です。年金は受給者・加入者のためのものですが、資産運用がより高度化すればするほど受給者・加入者などの年金関係者にとって理解が困難になっていきます。場合によっては、投資内容が不透明、という印象をもたれるかもしれません。このような状態は中長期的な年金制度の持続性を脅かす可能性もあります。

このような問題を発生させないためには、年金の資産管理能力の強化とガバナンスの強化(関係者とのコミュニケーション強化含む)が必要と考えられます。

考える時間はある

マイナス金利という環境は確かに長い目で見れば重大な課題を年金基金に突きつけると考えられます。しかし、それを解決するために、むやみに管理できない他のリスクを取る必要はないと思います。

現時点では、むしろ、より金利が下がる可能性も意識されています。マイナス金利環境下での年金運用の課題をいかに解決していくか、考える時間はあると思われれます。

— 次号のお知らせ —

次号は

6月20日(月)

発行予定です。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込)(20万円以下の場合)、2,808円(税込))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。